

キャッシュ・フロー分析の実用性に関する諸問題

中 井 和 敏

要 旨

国際会計基準の導入は、企業評価を巡る諸問題について、さまざまな議論を喚起している。顕著な議論は発生主義会計で算出される利益よりも、真実の儲けであるキャッシュ・フローで業績測定を行うべきだというものである。確かに、企業を「将来キャッシュ・フローの極大化を図る機能体である」と定義する立場からのこのような議論は有効性を持つ。

これまで、我が国では、キャッシュ・フロー計算書で提供される情報と類似のものとして「資金収支表」と称される財務資料が開示されていた。しかし、この資料は、あくまでも個別財務諸表ベースでしか明らかにされず、キャッシュ・フロー計算書とは、その様式も大きく異なっている。平成10年3月に公表された「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準」によると、キャッシュ・フロー計算書は、「一会計期間におけるキャッシュ・フローの状況を一定の活動区分別に表示するものであり、貸借対照表及び損益計算書と同様に企業活動全体を対象とする重要な情報を提供するもの」とされている。このような連結会計制度、時価会計の導入などのさまざまな会計制度の変更は、「含み重視」から「キャッシュ・フロー重視」、そして「個別」から「連結」へと大きくシフトさせている。企業業績を示すこれら財務諸表の作成に関する基準の大幅な変更は、これまでの経営管理のあり方にも大きな影響をもたらす。特に、近年注目されているキャッシュ・フローを中心とした新たな経営指標を、業務の効率的推進や業績評価といった実際の企業経営における管理活動にどのように反映させるのか。また、それらの指標は実務的有用性を具備するのか。あるいは、これまでの伝統的経営指標との関連性など、企業内部の実務的観点から、経営管理指標として有効的に活用するうえで検討すべき諸問題がある。

1. はじめに

企業は事業目的達成のための評価尺度としてどのような経営指標を重視すべきか、また、企業価値をどのように評価すべきか、各方面から多くの議論がなされている。これは国際会計基準のわが国への本格的導入が契機になっている。特に、企業価値評価に関する諸議論は、コーポレート・ガバナンスの問題と相俟って、これまでの企業のあり方に大幅な見直しを迫ろうとしている。「企業はキャッシュ・フローの極大化を目的とする機関である」という立場からは、当該企業にキャッシュ・フローを生み出す能力がなければ市場から退場しなければならないという見方がなされる。しかし、自由競争という市場原理のもとで、企業は雇用の維持といった問題を含めた社会的存在として、如何に事業を継続して行くのかという観点からすれば、市場からの退場の時期については、判断基準に相違点もあり、意見が分かれるかも知れないのである。これまでも、「企業は誰のものか」という命題に対し、さまざまな議論があった。この種の議論の根底には、端的に言えば、企業の所有者は「株主（投資家）」なのか「企業内部者（経営者層ならびに従業員）」なのかという問題がある。しかし、これは

二者択一というような対立した問題ではない。事業推進の実質的な主体者（推進者）は誰なのかということ抜きにしてこの問題を論ずるわけには行かない。筆者は企業自身の持つゴーイング・コンサーン（継続事業体）としての社会的存在意義を視野に入れたうえで検討する必要があると考えている。

本稿では、このような問題意識を背景として、あくまでも「企業はゴーイング・コンサーンとして社会的存在であるべきだ」との視点から、効率的な事業活動を推進するために、近年、注目されているキャッシュ・フローを重視した新しい経営指標と従来の発生主義会計で得られる経営指標との関連性や利用の意義などについて、検討を試みるものである。しかしながら、キャッシュ・フローを重視した新しい経営指標が、経営管理上、企業内部の経営者や管理者などといった事業推進の当事者や関係者にどのように利用されるべきかについては、未だ明確な解答が得られていないのが現状であろう。したがって、このような理由もあり、本稿ではキャッシュ・フローを基礎にした分析手法にも言及するが、この点については、いわば問題提起としての内容に止まらざるを得ない。なお、本稿で触れた「EVA」は **Stern Stewart & Co.** の登録商標であることを付記しておく。

2. キャッシュ・フロー計算書の基本構成

キャッシュ・フロー、すなわち企業におけるキャッシュ・インフロー（資金の流入）とキャッシュ・アウトフロー（資金の流出）を示すキャッシュ・フロー計算書には、直接法と間接法による表示方法がある。直接法と間接法の違いは、「営業活動によるキャッシュ・フロー」の表示の様式が異なるだけで、「投資活動によるキャッシュ・フロー」および「財務活動によるキャッシュ・フロー」の表示の様式には違いはない。特筆すべきは、企業資金の流入と流出を一括表示ではなく、「営業活動・投資活動・財務活動」というように、企業資金の流入と流出の因果関係を3区分して表示されていることである。

直接法と間接法のなかで、もっとも異なっている点は「営業活動によるキャッシュ・フロー」の表示の仕方である。「営業活動によるキャッシュ・フロー」は、本来の事業活動によってもたらされたキャッシュの総額を表示するもので、直接法によるキャッシュ・インフローは事業活動によって獲得した実際のキャッシュの流入額を示すが、間接法では損益計算書の「税金等調整前当期純利益（または税引前当期純利益と表記する場合もある）」からキャッシュにかかわる関係勘定科目を様式に合わせ調整し表示する。また、直接法では営業収入、原材料又は商品の仕入支出、人件費支出およびその他の営業支出というように表示するが、間接法では、損益計算書の「税金等調整前当期純利益」から始まり、発生主義会計をベースに作成される損益計算書から企業資金の流出および流入に関係がない勘定科目を調整し表示する。但し、直接法および間接法とも金額そのものは最終的には同額になる。しかしながら、先述したように直接法においては営業収入、原材料又は商品の仕入支出、人件費支出、その他の営業支出など現金支出項目は表示されるが減価償却費や引当金繰入額といった非現金支出項目が表示されないため、損益計算書に表示される勘定科目との関係が分かりづらい面がある。

これに対し、間接法では、損益計算書の「税金等調整前当期純利益」から計算が始まり、かつ減価

償却費や貸倒引当金の繰入額などが表示されるため、損益計算書との関連が明確になるという利点がある。商法ではどちらの方法を選択するかは企業の裁量にまかせている。なお、「投資活動によるキャッシュ・フロー」および「財務活動によるキャッシュ・フロー」については、直接法、間接法とも同じ様式で表示されるため、特に問題はない。

3. キャッシュ・フロー計算書から得られる資金情報

キャッシュ・フロー計算書では、企業資金の流れ（キャッシュ・インフローとキャッシュ・アウトフロー）を3つに大別している。それによって得られる企業資金の流入額と流出額に関する具体的情報としては以下のようなものがある。但し、投資活動と財務活動については、直接法・間接法とも同じ様式で表示されているので、得られる情報は変らない（図表1）。

(1) 営業活動によるキャッシュ・フロー

営業活動によるキャッシュ・フローには、直接法では製品や商品・サービスの提供による収入、製品を製造するために必要な資材や部品等の購入やサービスの提供に必要な材料の購入による支出など営業上の損益計算に関係する取引のほか、投資活動や財務活動以外の取引によるキャッシュ・フローが表示されている。

但し、間接法における項目には発生主義会計からキャッシュ・フローへ展開するために必要な調整項目が表示されている。たとえば、キャッシュ・フローに必要な調整項目としては、減価償却費、貸倒引当金の繰入額、固定資産の売却損益、売掛金や買掛金の増減額、その他流動資産負債の増減額、受取利息、受取配当金、支払利息、法人税等の支払額などがある。特に、減価償却費、貸倒引当金の繰入額などは企業資金のアウトフローをとみなわないので、加算項目として表示されているのである。

(2) 投資活動によるキャッシュ・フロー

投資活動によるキャッシュ・フローの主な項目として固定資産の取得及び売却がある。また、企業資金の貸付や回収あるいは現金同等物に含まれない短期的な投資の取得や売却などにもなうキャッシュ・フローも表示されている。ここで注視しなければならない項目として有形固定資産の取得の有無がある。いわゆる設備投資である。特に、製造業においては、生産拠点である工場の生産能力の増強の有無、あるいは、省力化や新規事業投資などといった問題に関する重要な情報としての意味を持つ。一般的にはこれら設備投資の金額は多額になるため、資金調達の方法にも密接に関連するので、設備投資額の規模には特に注意する必要がある。反対に、固定資産を売却するケースもあるが、こういった場合、固定資産の売却収支についてもこの区分上に表示しなければならないことになっている。

(3) 財務活動によるキャッシュ・フロー

財務活動によるキャッシュ・フローには、金融機関などからの短期借入金あるいは長期借入金に関する新たな借入額や返済額、当該企業の社債などの発行によって得られた金額あるいは償還によって社外流出した金額、また、新株などを発行することによって得られた金額や配当金の支払額など、主

図表1 キャッシュ・フロー計算書の基本様式

間接法によるCF計算書	直接法によるCF計算書
1. 営業活動によるキャッシュ・フロー 営業収入 商品の仕入 人件費支出 その他の営業支出 利息及び配当金の受取額 利息の支払額 法人税等の支払額	1. 営業活動によるキャッシュ・フロー 税金等調整前当期純利益 減価償却費 受取利息及び受取配当金 支払利息 有形固定資産売却益 売上債権の増加額 仕入債務の増加額 棚卸資産の増加額 前払費用の減少額 利息及び配当金の受取額 利息の支払額 法人税等の支払額
2. 投資活動によるキャッシュ・フロー 有形固定資産の取得による支出 有形固定資産の売却による収入	2. 投資活動によるキャッシュ・フロー 有形固定資産の取得による支出 有形固定資産の売却による収入
3. 財務活動によるキャッシュ・フロー 短期借入金による収入 長期借入金による収入 配当金の支払額	3. 財務活動によるキャッシュ・フロー 短期借入金による収入 長期借入金による収入 配当金の支払額
4. 現金及び現金同等物の増加額	4. 現金及び現金同等物の増加額
5. 現金及び現金同等物期首残高	5. 現金及び現金同等物期首残高
6. 現金及び現金同等物期末残高	6. 現金及び現金同等物期末残高

(注) 1. 「CF計算書」の「CF」は「キャッシュ・フロー」のことである。

(注) 2. 上記の表は紙幅の関係で各項目とも一部省略し、簡便的な用語で示している。

として財務活動を中心とした関係項目が表示されている。なお、短期借入金などの短期の企業資金については借入総額と返済額をそれぞれ明示する方法と、期首と期末の純増減額で明示する方法がある。特に、純増減額を表示している場合は、借入・返済の絶対額が分らないので注意する必要がある。

このように企業資金の流れを3つに区分し、それぞれの増減額を明示した後に、これらの金額が合算され「現金及び現金同等物の増加（減少）高」として表示される。さらに、期首残高を加算して最終的な期末残高を表示（「現金及び現金同等物期首残高」並びに「現金及び現金同等物期末残高」）することになっている。

確かに、キャッシュ・フロー計算書では、企業資金の調達源泉とその用途を3区分し、各々個別にその増減額が記載されているため、企業資金フローの因果関係が明確になる。しかし、すべて「プラス」で表示されていれば企業資金の流れは良好であると判断すべきものではない。「営業活動による

キャッシュ・フロー」については、最終の計算結果がプラスであれば「良好な営業活動が行われている」と評価できる。しかし、「投資活動によるキャッシュ・フロー」と「財務活動によるキャッシュ・フロー」については、「プラスであれば良い」とは単純に判断できない面がある。

特に、積極的な設備投資をした場合、投資規模にもよるが、「営業活動によるキャッシュ・フロー」の範囲だけでは賄いきれないこともある。こういったケースでは、場合によっては多額の借入金を必要としなければならないことがあるかも知れないのである。このことにより「投資活動によるキャッシュ・フロー」が「マイナス」になり、「財務活動によるキャッシュ・フロー」に示される「多額の新たな借入金」あるいは「社債の新規発行」などによる資金調達が必要になることも考えられる。このような「先行投資」は明らかにキャッシュ・フローを悪化させる。しかしながら、キャッシュ・フローを重視するあまり、このような財務政策は誤りであると判断するのは早計であろう。こういったケースでは、あくまでも企業資金の積極的運用（先行投資）である、といった使途目的を念頭に置いた資金調達であることを十分理解したうえでの総合的な判断が求められることになる。

キャッシュ・フロー計算書が開示されることにより、当該企業が本来業務における財やサービスの提供で、どの程度企業資金を獲得したのかが明らかになる。そして、同時に本来業務以外の投資活動や財務活動によって獲得した資金量と企業外部に流出した資金量も明らかになる。しかしながら、たとえ総額として企業資金が増加していたとしても、本業以外の投資活動や財務活動によって企業資金が増加したとすれば、本来業務の成果が上がっていないことになるため、ゴーイング・コンサーンであるべき企業としては経営課題を有していると判断せざるを得ないのである。

また、キャッシュ・フロー計算書では、事業活動を「営業活動、投資活動、財務活動」に区分し、それらの活動にともなう企業資金のインとアウトのフローを具体的な項目で表示することになっている。しかし、他の項目と比べ金額が少ない項目については「重要性の原則」が働き、「その他項目」で表示してもよいとされている。これについては企業によって状況が異なるため、必要に応じて他の財務資料にも目を通さなければならないこともある。

4. キャッシュ・フロー計算書における資金概念

ここで、視点を変えて、キャッシュ・フロー計算書で使用されている「キャッシュ」について確認しておく。そもそも「キャッシュ・フロー」とは、直訳すれば「現金の流れ」ということになる。これまで、個別財務諸表のひとつとして開示が求められていた「資金収支表」における資金の範囲は「現金・預金及び市場性のある一時所有の有価証券」とされていた。しかし、新たに導入されたキャッシュ・フロー計算書ではキャッシュを「資金」と捉え、その範囲を「現金および現金同等物」というように定義している。このことは、「連結キャッシュ・フロー計算書等作成基準（以下「作成基準」と称す）」で明らかにされている。

「作成基準」によると、資金を「現金及び現金同等物」と定義し、さらに「注解」を付し具体的にその内容を示している。ちなみに、「作成基準」では資金の範囲として、まず「現金とは手許現金及び要求払預金である」としている。さらに、「作成基準」の「注解(注1)」に「要求払預金」として

「例えば、当座預金、普通預金、通知預金が含まれる」と定義している。さらに、「現金同等物」については「容易に換金可能であり、かつ、価値の変動について僅少なりリスクしか負わない短期投資をいう」とし、同基準の「注解(注2)」で「例えば、取得日から満期日又は償還日までの期間が3カ月以内の短期投資である定期預金、譲渡性預金、コマーシャル・ペーパー、売り戻し条件付現先、公社債投資信託が含まれる」と、かなり具体的に定義しているのである。

しかし、この「3カ月以内」という期間については、企業によってさまざまなケースが想定される。この点については「実務指針」として、短期余剰資金の運用期間は企業ごと異なるため、3カ月以内という一律の基準を超えても現金同等物として扱ってもよいというように弾力的適用を認めている。たとえば、仕入代金の決済期間が6カ月といった企業では余裕資金の効率活用のために仕入代金の支払期限に合わせて6カ月満期の定期預金を設定することも可能である。この企業にとって、余剰資金としての定期預金が6カ月後に換金可能であれば資金管理上問題はなく、資金管理活動において3カ月定期預金と6カ月定期預金を区別する必要もない。このような企業においては6カ月満期の定期預金を現金同等物とすることができるとしている。したがって、何カ月を基準にするかについては、最終的には各企業の経営者の判断に委ねることとし、資金の範囲に含めた現金同等物の内容に関する会計方針の記載に当たっては、金融商品の主な種類及び取得日から満期日又は償還日までの最長の期間を記載することになっている。(監査法人トーマツ編『キャッシュ・フロー計算書―作成実務と経営管理』清文社、1999年、13頁～17頁)

「利益は **opinion** (意見) キャッシュは **fact** (事実)」という言葉がある。これには「利益は企業の真実を表していない。キャッシュこそ企業実態を表す」という意味が込められている。確かに、発生主義会計を基礎に作成される損益計算書には、減価償却費や各種引当金の繰入損といった「非現金支出費用」が含まれている。また、売掛金や買掛金といった経過勘定科目や棚卸資産の増減、あるいは借入金や社債の金額なども損益計算書に直接的には反映されていない。このため、場合によっては、いくら最終の利益額が大きくても、企業の支払能力が高いとは言えないケースもある。また、キャッシュ保有量の規模は、企業の支払能力を大きく左右することにもなるので、このような表現は重要な意味を表わすことになる。

我が国では2002年3月期決算から、上場企業において、連結ベースではあるがキャッシュ・フロー計算書の開示が義務付けられるようになった。キャッシュ・フロー計算書の開示については、大企業ばかりでなく、中小企業庁においても以下のような報告書を公表している。同報告書では、中小企業のディスクロージャー問題に関して、「中小企業はいくら商法特例法上の小企業であったとしても、経営判断の基礎としてキャッシュ・フロー計算書を作成することが望ましい(「中小企業の会計に関する研究会」報道発表資料、2002年6月)」という見解を表明しているのである。

しかしながら、現在、企業会計上の利益は、企業業績の測定や配当可能額の算出、あるいは法人としての課税所得の算定基礎として利用されている。したがって、今後、企業会計上の利益とキャッシュ・フローで示される現金及び現金同等物との関係を、どのように調整していくのか議論が待たれるところである。

図表2 損益計算書とキャッシュ・フロー計算書

損 益 計 算 書				キャッシュ・フロー計算書（間接法）			
A 社		B 社		A 社		B 社	
売上高（現金支払）	200	売上高（売掛金）	200	税引前当期利益	30	税引前当期利益	30
売上原価（買掛金）	120	売上原価（買掛金）	120	売掛金増減	0	売掛金増減	▲200
売上総利益	80	売上総利益	80	買掛金増減	120	買掛金増減	120
販管費（現金支払）	50	販管費（現金支払）	50	営業費支払	▲50	営業費支払	▲50
営業利益（経常利益）	30	営業利益（経常利益）	30	法人税等支払	▲15	法人税等支払	▲15
法人税等（現金支払）	15	法人税等（現金支払）	15				
当期利益	15	当期利益	15	キャッシュ・フロー増減	85	キャッシュ・フロー増減	▲115

5. 損益計算書とキャッシュ・フロー計算書の相違

発生主義会計をベースとして作成される損益計算書と、実際の企業資金を実額で捉えるキャッシュ・フロー計算書との相違について、極めて簡単な事例で比較してみる（図表2）。

この事例は、A社とB社があり、損益計算書ベースでは両社とも当期利益15と同額であるが、取引条件が異なった場合、キャッシュ・フロー計算書上に示される金額に大きな違いが生じることを示している。この場合、両社とも売上原価に計上された費用の支払いはすべて掛買い、営業費は期中に全額現金払い、法人税等も同額であるというように、その他の条件はすべて同一であると設定する。但し、売上高200については、A社はすべて現金取引、B社はすべて掛売りで取引をしたという単純なケースである。

これをみると、両社とも損益計算書では15の利益を獲得しているが、キャッシュ・フローの増減をみると、A社はキャッシュが85増加しているが、B社のキャッシュは▲115となり資金ショートの状態に陥っていることが分かる。この原因は売掛金の発生（営業活動によるキャッシュ・フロー）に他ならない。このように、従来の損益計算書では真実の儲け（キャッシュの増減状況）は明示されないが、キャッシュ・フロー計算書には企業資金の流出・流入および残高が明示されるのである。

損益計算書に示される利益によって、当該企業がどの程度の業績を上げているのかが分かるとすれば、キャッシュ・フロー計算書では当該企業の資金の移動状況がその活動ごと示される。いうまでもないが、キャッシュ・フロー計算書の作成が義務付けられる以前は、実務においては、先の事例のように資金ショートに陥らないよう、別途「資金繰表」を作成し、資金管理に努めてきた。現在でも、大多数の中小企業においては「資金繰表」を中心に資金の動きを把握しているのである。

6. キャッシュ・フロー計算書を基礎とした新たな経営指標

キャッシュ・フロー計算書を基礎とした経営指標にはさまざまなものが考えられている。参考までに主な経営指標と算式を挙げておく（図表3）。

いろいろな視点から、ほかにも多くの経営指標が考えられるが、キャッシュ・フローを中心としたこれらの経営指標について、どの程度の数値が適切なのかといったことは、明確になっていないのが

図表3 キャッシュ・フローを中心とした主な経営指標

	主要経営指標	算式
1	キャッシュ・フローマージン	営業CF ÷ 売上高 × 100 (%)
2	当期純利益対キャッシュ・フロー比率	当期純利益 ÷ (当期純利益 + 減価償却費) × 100 (%)
3	当期純利益対営業キャッシュ・フロー比率	当期純利益 ÷ 営業キャッシュ・フロー × 100 (%)
4	設備投資対営業キャッシュ・フロー比率	設備投資額 ÷ 営業キャッシュ・フロー × 100 (%)
5	投資キャッシュ・フロー対営業キャッシュ・フロー比率	投資キャッシュ・フロー ÷ 営業キャッシュ・フロー × 100 (%)
6	キャッシュ・フロー版「当座比率」	営業CF ÷ 流動負債 × 100 (%)
7	キャッシュ・フロー版「インタレスト・カバレッジ・レシオ」	(営業CF + 支払利息 + 税金) ÷ 支払利息 × 100 (%)
8	フリー・キャッシュ・フロー対売上高比率	フリー・キャッシュ・フロー ÷ 売上高 × 100 (%)
9	キャッシュ・フロー比率	営業CF ÷ 長期負債(固定負債) × 100 (%)
10	1株当たりキャッシュ・フロー	営業CF ÷ 発行済み株式数
11	キャッシュ・フロー版「PER」	株価 ÷ 1株当たりキャッシュ・フロー
12	キャッシュ・フロー版「配当性向」	配当総額 ÷ 営業CF (フリーキャッシュ・フロー) × 100 (%)

現状である。

「営業活動によるキャッシュ・フロー」と「投資活動によるキャッシュ・フロー」を合わせたものを「フリー・キャッシュ・フロー」と呼ぶ場合がある。一般的には「企業が自由に使えるキャッシュ」と解釈されている。このような解釈の背景には次の様な考え方があると思われる。すなわち、企業が生み出す第一のキャッシュは営業キャッシュ・フローである。しかし、これをすべて投資に回すものでもない。この営業キャッシュ・フローと実際に行った投資活動によるキャッシュ・フローを加味し、その結果残ったキャッシュこそ「正味のキャッシュ」とであるという見方をすれば、このキャッシュこそ企業が自由に使用できるものということができる。このような観点から、企業にとって正味のキャッシュ・フローを言い表したものがフリー・キャッシュ・フローなのである。したがって、このフリー・キャッシュ・フローが大きければ大きいほど、企業資金が潤沢になり、将来を見据えた新たな投資などへの資金運用が可能になることを意味するといった見解がベースになっている。

しかし、筆者はこのような見解に一部疑問を持っている。それは、キャッシュ・フロー計算書をみれば明らかなように、営業活動・投資活動の下に財務活動という区分表示がある。いうまでもなく、借入金や社債の発行など主に財務に関連したキャッシュ・フローを示す項目である。しかし、企業によっては、いわゆる「拘束預金」と称される預金や「約定返済」が迫られる預金があるかも知れないのである。このような預金を内包している場合、このことを無視して「企業が自由に使えるキャッシュであると言えるのか」という点である。もしもこのような預金があるとすれば、これらを相殺してもなおかつ余裕資金があれば、そのキャッシュこそ初めて「フリー・キャッシュ」と呼ぶに相応しいものになるはずである。これについては用語の定義を含め、十分なコンセンサスが得られていない

ように思われる。

キャッシュ・フローの増加が企業価値を高めるという考え方からすれば、キャッシュ・フローの増大化を図る施策としては次のようなことが考えられる。それは、①売上高の増大、②マージン率の向上、③営業費の節減、④売上債権の圧縮、⑤買入債務の増加（但し、これについては仕入先など協力企業への一定の配慮が必要である）、⑥棚卸資産の圧縮などである。いうまでもなく、これらの施策は従来の会計上の利益を向上させる手段としての経営管理手法と何ら変わりはない。

先述したように、キャッシュ・フロー計算書を中心とした分析数値の評価については定着した明確なものはない。しかしながら、キャッシュ・フロー計算書は、企業資金の情報を把握するには有効な資料である。それによって、キャッシュ・フローが悪化したとすれば、それはどのような問題が起因しているのかについて把握することができる。売上債権の回収遅延が問題なのか、営業費の増加が原因になっているのか。あるいは、過大な設備投資や借入金が増加したことが原因になっているのか。明確になる。従来の「資金収支表」や一般的に利用されている「資金繰表」と「キャッシュ・フロー計算書」を比べた場合、企業資金の情報開示といった点では「キャッシュ・フロー計算書」の方がより明瞭性を具備しているのは明らかである。

さらに、特に、株主や投資家などの立場から、キャッシュ・フローを基礎にして企業価値を評価する新たな経営指標が注目されている。これについても触れておかなければならない。

(1) EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)

EBITDA は「税金、支払利息及び減価償却費控除前利益」と訳すことができる。この指標は「フリー・キャッシュ・フロー」と同様、金額で表示する。算出については、損益計算書の税引前利益から支払利息を加算し、キャッシュ・フロー計算書に表示されている減価償却費および営業権（のれん）の償却（アモチゼーション）を加算して求めることができる。EBITDA は算出された金額が大きければ大きいほど良いとされている。なお、アモチゼーションとは営業権（のれん）等の償却費のことである。この指標が利用される理由として、特に、アメリカのハイテク企業などでは先行投資が多く、損益計算書に利益が出ていない場合は、「1株当たりの利益（EPS）」が算出できないため、株価収益率（PER）の算出も不可能になる。こういった場合、EBITDA がプラスに出ていれば、事業の将来性が期待できるため、この指標を重視するのである。但し、利益が出るような状態になれば PER (Price Earnings Ratio, 株価収益率=株価/一株当たり利益) で株価を評価することになる。

(2) EVA (Economic Value Added)

経済付加価値と訳され、コンサルタント会社のスターン・スチワート社の登録商標である。EVA は税引後営業利益から有利子負債コストと株主資本コストをそれぞれの構成比で加重平均したものを控除して算出する。これも「金額」で表示される。

(算式)

$$\text{EVA} = \text{NOPAT (税引後事業利益)}^{(1)} - \text{投下資本}^{(2)} \times \text{資本コスト}^{(3)} (\%)$$

これまでの投資に対するリターンの尺度としては、企業価値の評価と相俟って、ROI（投資収益率）などがリターンの大きさを測る経営指標として注目されていた。このような見方は、企業を

「キャッシュを生み出す機関」と看做し、あくまでも投資対象としてしか捉えないといった傾向があった。これに対し、EVAには「資本コストを上回る利益金額の獲得を目標とする」というように、あくまでも企業サイドの立場に立って、永続的に企業価値を高める必要があるという考え方があ。そして、このことが株主や投資家にメリットを与えることにつながるという発想が窺われるのである。スターン・スチワート社ではこのEVAを事業活動の指標に用いることによって、非効率と判定された事業については、直ちに撤退を含めた見直しが検討されるなど、経営管理上極めて有効な手段になると結論付けている。

EVAが大きいということは「株主の期待する収益率を上回っている」ことになる。また、この金額の算出に当たっては株価を必要とせず、従来の損益計算書や貸借対照表から算出できるため、近年、我が国においても上場企業などで導入が図られ、業績評価や不採算部門の撤退などの意思決定に使用されつつある。

(3) MVA (Market Value Added)

MVAは「市場付加価値」と訳され、理論的には将来発生するEVA合計額の現在価値のことである。これは市場価格での株主資本と有利子負債を合計したものから簿価を引いたものであり、当該企業に対しこれまで投下された資金を上回って付加された新たな企業価値を示す指標である。

(算式)

$$MVA = \text{市場価値 (Market Value)} - \text{投下資本 (株主資本)}$$

内容的には、 $MVA = \text{株式時価総額} - \text{株主資本}$ 、であるとすれば、投下された資本（株主資本を意味する）が、どの程度の市場価値を生み出したのかを測定する指標として活用される。MVAが高ければ高いほど新たな企業価値が創造されたことを意味することになる。特に、この指標はEVAを始め他の企業価値評価手法などを勘案した上で、企業買収などを含めた、いわゆる戦略的意思決定の領域で利用されるケースが多い。

7. 実務的観点からの有用性について

キャッシュ・フロー計算書は企業資金のインフローとアウトフローの要因を3つの活動に区分したうえで、それぞれの活動内容の結果を資金情報として提供している。そういった点ではこれまでの資金関係の動きを表示する資金収支表などよりは、詳しい内容になっている。しかしながら、企業内部の関係者、あるいは事業部別・部門別に管理会計的資料として、どのように活用すれば効果的であろうかという疑問が残る。キャッシュ・フローで得られた金額と従来の会計上の利益には「乖離」がみられる。これは測定方法が異なるため致し方ないことかも知れない。

では、キャッシュ・フローを重視するといっても、特に、事業部別あるいは部門別業績評価を行っている場合は、キャッシュ・フローの総額を各利益責任単位に対しどのように配賦し責任を持たせるべきかといった点が問題になろう。また、企業内の間接部門や、コスト・センター的役割を担っている部署の費用（アウトフロー）をどのように配賦とするのかといった問題もある。従来の発生主義会計ベースでカウントされる売上高・売上総利益・営業利益・経常利益などの収益項目や売上原価・販

売費及び一般管理費などといった費用項目の配賦についても、実際には調整不能な項目もないわけではないが、お互いにいろいろ問題を持ち寄り検討すれば、一定の了解点には達することができるのではないだろうか。しかしながら、キャッシュ・フローを中心とした経営数値を実務の場面で管理手法として利用する場合には、これまで以上にさまざまな調整事項が発生するものと思われる。

これらの点について、筆者は上場企業数社についてインタビューを試みた。インタビューした業界は「建設業・造船業・情報通信業・サービス業・シンクタンク業」の5社である。シンクタンク業界については1件別管理を行っていることもあり、会計上の利益とキャッシュ・フローベースでの金額の把握が比較的容易なため、一部間接費の負担割合の問題を除き、概ね問題はないように見受けられた。しかしながら、他のインタビューを試みた業界各社はすべて「経営管理に当たっては、発生主義会計ベースで得られた数値ならびに経営指標を利用している」とのことであった。さらに、キャッシュ・フローベースについては、「全社的な数値として算出しフリー・キャッシュ・フローを、あくまでも参考数値としてしか提示していない」との回答を得たのである。

このことは、キャッシュ・フローの重要性については十分理解しているが、経営管理手法上の具体的な指標として活用することについては、未だ試行錯誤の段階であるといった状態であることを表している。キャッシュ・フローを中心とした経営管理手法としての活用については、実務的には多くの課題を解決しなければならない現状にあることを痛感した次第である。

8. おわりに

キャッシュ・フロー計算書を中心に、キャッシュ・フロー分析に関する経営指標の実用性について検討を試みた。その中でも、特に、新たな経営管理手法として注目されている EVA は、一部概観したように、企業をゴーイング・コンサーンとして認識し、そのために企業資金の増大化を目的とした経営を図るべき管理方法として実務的に有効な方法ではないかと評価する向きもある。特に、これまで経営管理を行う上で活用されてきた、いわゆる伝統的経営指標を意識し、株主や投資家に対してはキャピタルゲインよりも如何にして当該企業のインカムゲインでリターンができるのかといった観点から、経営管理上の諸問題についての見直しの際、有効な方法として活用できることを提起している。この点については、紙幅の関係もあり、本稿では十分な検討を加えることができなかったが、EVA の持つ実務的有用性については、さらなる検討を試みたいと考えるものである。

株主や投資家に対する重要な経営指標のひとつに ROE (Return On Equity 株主資本利益率＝当期純利益÷株主資本) という指標がある。この指標は重要な経営指標ではあるが、たとえば、新規の借入金や社債のさらなる発行などといった方法で企業資金の調達を行えば ROE を高めることができる。また、反対に、自己株式を取得して株主資本を減少させるような政策によっても ROE を高めることもできる。しかしながら、このような財務政策によって ROE を高めたとしても、当該企業にとって将来的には、適正な資金ポジションのバランスをどのようにしていくのかといった新たな経営課題をかかえることになる。このような措置は、あくまでも一時的なものであり、ゴーイング・コンサーンとして存在すべき企業自身、その社会的使命を果たしているとは言い難いと思われる。

「キャッシュ・フロー経営」で重要なことは、企業はゴーイング・コンサーンであるとの観点から、如何にして永続的な事業展開を図っていくのかを追求することであろう。企業を取り巻くステークホルダー（利害関係者）のなかで、特に、株主や投資家を意識した経営指標に注目が集まっているが、再度、企業経営推進の主体者である企業内部の関係者にとって、実務的に有効活用できる評価指標の構築とそれに関する具体的な管理手法についてのさらなる検討が望まれるところである。

注

- (1) NOPAT (Net Operating Profit After Tax : 税引後事業利益) は、税引後純利益に支払利息を加算する（利息控除前、税引後利益）。また、研究開発費を繰延資産計上するといった調整を行う場合もある。
- (2) 投下資本は、総資本（他人資本と自己資本）から無利子負債（買掛金や未払費用など）を控除した金額である。
- (3) 資本コストとは、株主が期待する収益率で表す理論値である。

主要参考文献

- 青木茂男「EVAの可能性と論点」『経営分析研究』第15号、1999年
 朝日監査法人編『国際会計基準ガイドブック』中央経済社、1997年
 井出正介、高橋文夫『株主価値創造革命』東洋経済新報社、1998年
 伊藤嘉博、清水 孝、長谷川恵一『バランスト・スコアカード 理論と導入』ダイヤモンド社、2001年
 伊藤善朗『管理会計要説』同文館、2000年
 菊地誠一『連結経営におけるキャッシュフロー計算書』中央経済社、1998年
 櫻井通晴『間接費の管理』中央経済社、1995年
 櫻井通晴『管理会計』（第2版）同文館、2000年
 佐藤紘光、飯泉 清、齋藤正章『株主価値を高める EVA 経営』中央経済社、2002年
 スターン スチュワート社『EVAによる価値創造経営』ダイヤモンド社、2001年
 ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス編集部『キャッシュフロー経営革命』ダイヤモンド社、1997年
 高橋文郎『実践 コポレート・ファイナンス』ダイヤモンド社、2001年
 中央経済社編『会計法規集』（第18版）中央経済社、2002年
 土井秀生『連結キャッシュフロー経営と戦略的意思決定』同文館、1999年
 西澤 脩『日本企業の管理会計』中央経済社、1995年
 溝口一雄監修、谷 武幸著『事業部業績の測定と管理』税務経理協会、1987年
 村藤 功『連結財務戦略』東洋経済新報社、2000年
 門田安弘『管理会計学テキスト』税務経理協会、2000年
 Grant, James L. *Foundations of Economic Value Added*, Fabozzi Associates New Hope, 1997, 兼広崇明訳：『EVAの基礎』東洋経済新報社、1998年
 Stewart, G. Bennet. *The Quest For Value*, Harper Collins, 1991, 河田剛、長掛良介、須藤亜理 共訳：『EVA創造の経営』東洋経済新報社、1998年